

# 论我国利率平价机制的制度约束及表现形式

刘兴华<sup>1</sup>, 刘宏华<sup>2</sup>

(1. 厦门大学经济学系 福建 厦门 361005 ; 2. 江西财经大学会计学院 江西 南昌 330013)

**摘 要** : 人民币实际汇率与利率平价理论对人民币汇率所做预测并不契合, 原因在于我国的利率平价机制受三大制度约束: 利率管制性强、国际资本的有限流动性和人民币汇率缺乏有效波动。当前, 我国利率平价机制调节利率、汇率和国际资本流动之间相互关系的作用还十分微弱, 在现有制度约束下还尚不具备完善利率平价机制发挥作用所要求的条件, 改善制度环境是解决问题的关键所在。

**关 键 词** 利率平价机制 制度约束 国际资本流动 汇率波动

中图分类号 F831.5 文献标识码 A 文章编号 1006-3544(2002)05-0013-03

## 一、问题的提出

利率平价理论认为, 在开放有效的金融市场上, 利率、汇率和国际资本流动之间会自发形成利率平价机制, 两国间利率水平的差异引发国际资本的跨境流动, 从而进一步引起外汇供求变动和由此决定的汇率变动, 汇率变动导致国际资本套利空间的减少直到消失, 使金融市场处于均衡状态。利率平价机制是通过国际资本流动来调节利率、汇率经济变量互动的一种市场机制。

美国经济经历近十年的持续稳定增长后于 2001 年开始出现衰退势头, 消费和投资信心指数骤然下降, 经济增长率持续回落。为防止经济继续下滑, 美联储在短短一年内连续降息 11 次, 联邦基金利率从 6.5% 降至 1.75%, 降幅高达 4.75 个百分点。美联储的降息举措缩小了美元与人民币的利差, 利差从 4.7% 降至 -0.05%; 即使 2002 年 2 月我国央行相应地调低人民币利率, 美元与人民币利差仍只维持 0.17% 的低水平。根据利率平价理论, 对于美元与人民币利差的降低, 市场理应作出人民币贬值预期, 但人民币对美元汇率事实上一直保持平衡且略有升值的态势, 利率平价理论对人民币汇率所做的预测与我国人民币汇率的实际走势并不契合。一个逻辑的问题是, 我国是否存在利率平价机制所要求的内在条件? 如果存在, 我国利率平价机制的表现形式如何?

本文试图从我国利率平价机制的制度约束入手, 分析我国现阶段利率平价机制的表现形式及作用效率, 并对完善利率平价机制作用所要求的制度环境提出若干政策建议。

## 二、我国利率平价机制的制度约束分析

英国经济学家保罗·艾因齐格认为, 一个完善的利率平价机制必须以充分有效的金融市场为前提, 利率、汇率与国际资本流动三者间自发形成的平衡关系决定利率平价机制的表现形式。利率平价机制作为开放经济条件下一种重要的市场机制是与其所处的制度环境相联系的。笔者认为, 我国目前缺乏一个充分有效的金融市场, 这是我国现有的金融制度环境内在规定的。因此, 分析我国的利率平价机制必须先考察其依存的制度约束。

我国利率平价机制的第一个制度约束是利率管制性强。依据《人民币利率管理规定》, 央行制定的各种利率是法定利率, 法定利率具有法律效力, 其他任何单位和个人均无权变动。由此可见, 央行依法制定利率并对利率实行管制, 各微观金融交易主体没有自主决定价格这项最基本的市场权力。从存款利率看, 各商业银行所有存款的利率档次基本上由央行明确规定, 经营过程中还要受到央行的严格监管并面临着严厉的违规惩罚约束; 从贷款利率看, 目前商业银行虽拥有一定的浮动权, 但仍有严格的上下限限制, 并不具备多大的自由定价权。作为资金价格的利率应该反映市场资金供求变动而成为内生性变量, 但由于我国缺乏一个有效的金融市场, 央行的利率管制往往使利率难以反映资金供求变动并具有很强的外生性。这种利率的外生性特征进一步增强了央

收稿日期 2002-08-19

作者简介: 刘兴华(1972-), 男, 江西吉安人, 厦门大学世界经济专业博士生; 刘宏华(1975-), 男, 江西吉安人, 江西财经大学会计学专业硕士生。

行对利率的可控性,同时弱化利率的内生性要求,其显著效果是造成两国间利差固定,为国际资本确立套利“名义锚”从而引发国际资本的单向流动。利率管制性强成为我国利率平价机制的制度约束。

我国利率平价机制的第二个制度约束是国际资本的有限流动性。在人民币兑换进程中,我国不再限制经常性国际支付和转移,实现了人民币经常项目下的自由兑换,但对资本项目下的人民币兑换实行较为严格的管制,非居民在资本市场从事的证券、信贷交易和直接投资等活动受到限制。如果这种管制的结果使我国的金融市场与国际金融市场完全隔离,由此导致国际资本缺乏流动性而难以成为调节利率、汇率等经济变量的“桥梁”,在这个意义上,可以认为我国并不具备利率平价机制形成的内在条件。但事实上由于我国资本管制制度的不完善以及管制政策执行乏力,大量国际资本(尤其是短期国际套利资本)通过各种隐蔽、非法的途径<sup>①</sup>逃避管制而获得一定的流动性,称之为“管制外”的资本流动。在我国现有的金融体制下,这种“管制外”资本流动具有以下两个特点:其一,目前我国存在许多发展中国家存在的“歧视国内储蓄”的金融抑制现象,诱发国内储蓄从资本相对稀缺的我国流向国外的逆向流动,我国每年日益增长的资本外逃额已经充分说明了这一点<sup>②</sup>,从而恶化由此产生的社会财富不平衡分配和造成效率损失。其二,我国资本管制主要是建立在授权许可基础上的外汇数量控制,国际资本为逃避管制而寻找制度漏洞的行为及为获取授权许可的寻租行为都需要付出代价。换言之,无论资本流向如何,国际资本获得管制外的流动都必须支付交易成本,它的大小与所受资本管制的程度呈正相关。由此导致的后果是,与人民币自由兑换条件下的国际资本自由流动相比,管制外的资本流动数量受到限制,即国际资本流动具有量的有限性。正是由于国际资本的有限流动,我国仍然存在利率平价机制发挥作用的内在条件,也由于国际资本流动的有限性,它逻辑地决定我国利率平价机制的表现形式,并且成为我国利率平价机制最主要的制度约束。

我国利率平价机制的第三个制度约束是人民币汇率缺乏有效波动。在现行银企汇市结售汇制度下,大多数企业不能持有现汇账户,其外汇收入须结售给外汇指定银行,使外汇供给具有强制性;企业经常项目的贸易用汇须持有效凭证到外汇指定银行购汇,非贸易用汇则受到较严格的管制,使外汇需求具有条件性。这种强制性结汇和有条件售汇的限制使企业不能意愿地持汇,外汇供求信号扭曲。从我国汇市的主要市场参与者——外汇银行看,一方面,外汇银行的市场准入实行“会员制”,会员资格的获取需经央行的批准,银行间汇市较为封闭。另一方面,外汇银行的持汇受制于央行的额度管理且限额缺乏弹性,外汇的超买或超卖都须抛补,这使外汇银行必须比照央行规定的限额决定外汇交易数量。因而,在一定程度上外汇交易缺乏自主性并造成效率损失。从我国汇率政策制定者——央行看,央行拥有强大的外汇储备和货币供给权,其买卖外汇的交易额几乎占外汇交易总额的60%,央行成为外汇市场的垄断力量,对人民币汇率的形成具有较大的管制权,我国人民币汇率还基本上属于央行管制定价。我国外汇交易币种以美元为主,几乎不存在外汇远期、期货交易,且人民币汇率波动较小。事实上,央行将人民币汇

率的日波幅控制在交易基准价0.3%的范围内作为“隐形义务”。因此,人民币汇率较大幅度上体现央行的政策偏好,基本上“单一钉住”美元,对国际资本流动缺乏弹性,人民币汇率形成机制缺乏市场厚度。基于此,笔者认为,现行人民币汇率形成机制以及由此决定的人民币汇率缺乏有效波动是我国利率平价机制的一个制度约束。

### 三、我国利率平价机制的表现形式及解释

如前所述,由我国利率平价机制第二个制度约束可知,管制外的国际资本流动需要付出交易成本作代价,由此导致“制度漏出”的套利国际资本的供给是有限的,其有限性程度的高低与两国间利差大小相关。外国的利率水平是本国无法控制的经济变量,假定套利国际资本数量由本国利率水平决定。

假设数额为 $K = K(i)$  ( $\frac{dK}{di} < 0$ ) 的人民币为套利从本国流向国外<sup>③</sup>,  $i, i^*$  分别为本国、外国的利率水平,  $r, r_f$  为采用直接标价法的即期汇率和预期汇率,那么人民币外流的机会成本(即放弃在国内投资所获得的收益)为  $C$ ,

$$C = K(i)(1+i) \quad (1)$$

这笔资金在国外套利投资能够折合的人民币收益为  $R$ ,

$$R = K(i)(1+i^*)r_f/r \quad (2)$$

由(1)式可得人民币外流的边际成本  $\frac{\partial C}{\partial K} = 1+i+K(i)$

$\frac{di}{dK}$ , 由(2)式可得人民币外流套利的边际收益  $\frac{\partial R}{\partial K} = (1+i^*)r_f/r$ 。国际资本套利的均衡条件是资本无利可套,即人民币外流的边际收益等于边际成本:

$$(1+i^*)r_f/r = 1+i+K(i)\frac{di}{dK} \quad (3)$$

令资本流动的利率弹性  $e_K = -\frac{dK/K}{di/i}$ , 预期汇率变动率  $\rho = (r_f - r)/r$ , 将(3)式化简并整理得:

$$i - i^* = \rho + i/e_K \quad (4)$$

其中,  $i/e_K$  为国际资本有限流动过程中利差与预期汇率变动率的偏离值。(4)式的经济学含义是,在人民币尚未实现资本项目下自由兑换、管制外国际资本的有限流动导致国际资本有限供给的情况下,两国间利差的变动与汇率的变动是相互偏离的,偏离值的大小与资本流动的利率弹性负相关。在我国央行对汇率实行管制定价、汇率缺乏有效波动的制度约束中,如果央行未对货币政策作重大调整,预期汇率变动率实际上被看作是静态给定的,那么利差的变动就主要表现为偏离值的变动,这就是我国现有制度约束条件下利率平价机制的表现形式。美联储的连续降息直接缩小了中美两国间利差,相对削弱资本外流的吸引力从而降低资本流动的利率弹性,显然,其结果必然增大利差与汇率变动间的偏离,这与利率平价理论所揭示的在国际资本自由流动和供给具有充

①国际资本主要通过混入经常项目、利用资本管理漏洞、利用外汇银行境内收付人民币和境外收付外汇、外汇黑市等途径逃避外汇管制而获取有限流动性。(张萍,1996)。

②卡廷顿、克莱因、宋文兵及世界银行、摩根公司分别对中国近十年的资本外逃额作了估算,他们认为中国的资本外逃规模呈不断增长态势。

③假设套利资本从国外流向国内亦可作相同的分析。

分弹性前提下汇率变动会平抑两国间利差的结论是完全不同的,人民币汇率实际走势与利率平价理论并不契合的主要原因亦在于此。我国外汇体制改革的一个重大举措是实现人民币官方汇率与市场调剂汇率并轨,当时人民币汇率出现“政策性”超调贬值<sup>①</sup>。因此,人民币对美元汇率的稳中有升态势很大程度上是人民币向其真实价值的一种回归。

由以上分析可知,在我国利率平价机制制度约束条件下,利率管制性强使国内外金融市场形成稳定的利差,“单一钉住制”的人民币汇率形成机制以及央行稳定人民币对外币值的货币政策目标进一步增强了预期汇率的可确定性,从而降低了套利的汇率风险,在交易成本基本固定的情况下引发国际资本单向、持续地有限流动,这使人民币汇率存在潜在的、持续的升(贬)值压力,外汇储备变得难以控制,一定程度上削弱了央行的货币政策效力。更为重要的是,国际资本低效的有限流动难以通过人民币汇率的有效波动来平抑利差,既弱化了人民币汇率在利率平价机制中的杠杆功能,也延缓了利率平价的过程,即现阶段利率平价机制的作用存在时滞。

基于以上分析,笔者认为,我国现有利率平价机制调节利率、汇率、国际资本流动要素互动关系的作用十分微弱而且低效,现有的制度环境必然决定我国尚不具备完善利率平价机制发挥作用所要求的条件。当然,我国金融改革的一个方向是逐步放松对利率、资本的管制,有序地增进人民币的可兑换程度和国际资本流动的利率弹性。随着我国实现利率市场化、资本自由流动和人民币汇率有效波动,国际资本流动的利率弹性 $e_k$ 将趋于无穷大,利差与预期汇率变动率的偏离值 $i/e_k$ 将趋于0,我国现有低效的利率平价机制将向西方发达国家高效的利率平价机制演进。在这个意义上,我国利率平价机制是现有制度约束下利率平价机制发展进程中的特殊表现形式。

#### 四、结论及政策启示

本文研究表明,一国金融制度环境以及金融市场发展阶段的不同将决定利率平价机制的表现形式。在我国现有制度约束下,利率平价机制作用的效率低下且存在时滞。在我国渐进走向开放的过程中,增强利率平价机制调节宏观经济运行的功能,必须改善这种市场机制作用所要求的制度环境。具体地讲,可对我国现有的制度环境进行如下调整:

第一,逐步放松利率管制,有序地推进利率市场化改革。利率工具是稳定汇率的重要杠杆,有效的利率市场化机制可以在利率和汇率间建立起联动关系,合理引导国际资本流动,增强人民币汇率的有效波动。目前,我国央行在放开银行间拆借利率和国债市场利率的基础上,确立了先放开境内机构外币利率、后放开人民币利率,先放开农村存贷款利率、后放开城市存贷款利率的渐进的利率市场化改革思路,这有

利于提高利率平价机制的作用效率。

第二,渐进放松资本管制,资本账户走向开放必须以适当的速度和顺序进行。我国资本管制的主要手段是以授权许可为基础的各种外汇数量控制,其显著特点是高昂的管理成本和低效的经济效率。因此,必须改革资本管制的手段和方法,途径有二:其一是采用公开拍卖外汇使用的制度来代替现行行政审批制度,防止为获取授权许可的寻租行为;其二是在一些领域实行价格限制(或征收资本税)来取代外汇数量管理。这些措施有利于减少管制的管理成本,提高管制的经济效率,为我国资本账户逐步走向开放创造条件。

第三,进一步完善人民币汇率形成机制,逐步放宽央行外汇额度控制,实行意愿结售汇制度。我国在增强人民币的可兑换程度、最终实现人民币资本项目下自由兑换的进程中,各经济主体必须能够意愿地持汇,这本身要求实行意愿结售汇制度。意愿结售汇可增大外汇市场的自主交易,适当减少央行的过度干预,增强人民币汇率形成的市场化程度,扩大人民币汇率的有效波动范围,有利于打破稍显僵硬的“单一钉住制”。此外,建立和发展外汇远期、期货市场,通过外汇市场远期期货交易优化外汇市场币种结构、防范汇率预期风险,最终在我国建立高效协调的利率平价机制。

#### 参考文献:

- [1]张萍.利率平价理论及其在中国的表现[J].经济研究,1996,(10).
- [2]宋文兵.中国的资本外逃问题研究:1987-1997[J].经济研究,1999,(5).
- [3]俞乔.论我国汇率政策与国内经济目标的冲突及协调[J].经济研究,1999,(7).
- [4]韩继云.1989-1998:中国资本外逃分析[J].新金融,1999,(12).
- [5]朱杰.人民币汇率政策与中国经济的外部均衡[J].上海金融,2002,(1).
- [6]高晓红.渐进改革中利率制度滞后改革的理论分析[J].当代财经,2002,(1).
- [7]薛宏立.浅析利率平价模型在中国的演变[J].财经研究,2002,(2).
- [8]姜波克,陆前进.汇率理论和政策研究[M].上海:复旦大学出版社,2000.
- [9]冯用富.汇率制度:理论架构与中国金融进一步开放中的选择[M].成都:西南财经大学出版社,2001.

(责任编辑、校对:郝彦平)

<sup>①</sup>1994年,人民币汇率由1:5.8的官方汇率与1:8.7市场调剂汇率统一并存在1:8.7的“市场”汇率,人民币政策性贬值高达33.3%。